



BUY(Maintain)

목표주가: 83,000원

주가(4/18): 52,800원

시가총액: 9,179억원

인터넷/게임
Analyst 김학준
02) 3787-5155
dilog10@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (4/18)	634.73pt
52 주 주가동향	최고가 최저가
최고/최저가 대비	52,800원 30,350원
등락률	0.00% 73.97%
수익률	절대 상대
1W	36.8% 32.2%
1M	40.6% 46.3%
1Y	55.3% 70.1%

Company Data

발행주식수	17,384천주
일평균 거래량(3M)	88천주
외국인 지분율	6.18%
배당수익률(17E)	1.23%
BPS(17E)	24,822원
주요 주주	김가람 외 2인
	43.7%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,224	1,552	1,659	1,965
보고영업이익	319	452	666	872
핵심영업이익	319	452	666	872
EBITDA	320	456	668	875
세전이익	365	535	712	921
순이익	342	488	635	821
지배주주지분순이익	342	488	635	821
EPS(원)	2,527	2,847	3,653	4,725
증감률(%YoY)	N/A	12.7	28.3	29.3
PER(배)	20.1	14.0	14.5	11.2
PBR(배)	2.4	1.8	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	15.9	8.5	8.5	5.7
보고영업이익률(%)	26.1	29.2	40.1	44.4
핵심영업이익률(%)	26.1	29.2	40.1	44.4
ROE(%)	9.3	13.1	15.7	17.6
순부채비율(%)	-97.1	-78.6	-80.5	-82.6

Price Trend



기업브리프

더블유게임즈 (192080)

글로벌 상위업체로의 도약을 위한 도전



더블유게임즈가 18일에 DDI인수를 발표하였다. 이번 인수를 통해서 동사는 카지노 게임시장 점유율 10.8%로 2위사업자 지위를 확보하게 되었다. 향후 더블다운의 IP, 더블유카지노의 운영/마케팅 능력이 시너지를 보일 것으로 기대된다.

>>> 더블다운인터렉티브 인수 발표

더블유게임즈가 18일 오전에 IGT(미국) 산하의 Double Down Interactive(이하 DDI)에 대한 인수를 발표하였다. 이 회사의 대표게임은 더블다운으로 2016년 기준 소셜카지노 시장에서 4위를 차지하고 있는 업체이다. 인수금액은 9,425억원으로 디에이트게임즈를 설립하여 출자하는 형태이다. 인수자금은 디에이트게임즈에 동사가 3,500억원(보유현금)투자, CB/BW발행을 통해 3,000억원 충당, 인수금융을 통하여 2,925억원을 확보할 계획이다. 이 회사를 인수함으로써 동사는 소셜카지노 시장점유율 10% 수준으로 올라서게 되고 DAU도 260만명으로 급상승하게 된다.

>>> 소셜카지노 시장에서의 자리매김을 위한 도전

이번 인수는 규모 면에서 놀라움을 선사한다. 동사가 보유한 현금이 4,000억 원 수준이라는 것을 감안하면 얼마나 큰 도전인지 알 수 있다. 현재 카지노게임 시장은 2013~16년까지의 성장기에서 성숙기로 진입하는 시점에 와있다. 그 결과 시장참여자들 사이에서는 양극화 현상이 나타나고 있고 상위업체들만이 시장성장분을 향유하고 있다. 이러한 상황에서 동사는 오프라인 카지노의 IP를 보유하지 못한 약점으로 성장세가 둔화된 모습을 보여왔다. 이번 IGT의 IP활용을 통해 약점을 메울 수 있게 되었고 강점인 운영방식과 마케팅효율화를 더블다운에 이식할 수 있게 되었다. 올해는 더블유카지노의 성장보다는 더블다운의 매출회복, 이익구조 개선이 눈에 띄겠지만 장기적으로 DAU확대에 따른 유저데이터 확보, 규모의 경제에 따른 마케팅효율성 개선 등으로 시너지가 나타날 가능성이 크다. 특히 동사가 올해 주력하고 있는 신규 슬럿게임들도 기존보다 성과확대 시점이 앞당겨질 수 있다.

>>> 투자의견 Buy 유지, 목표주가 83,000원 상향

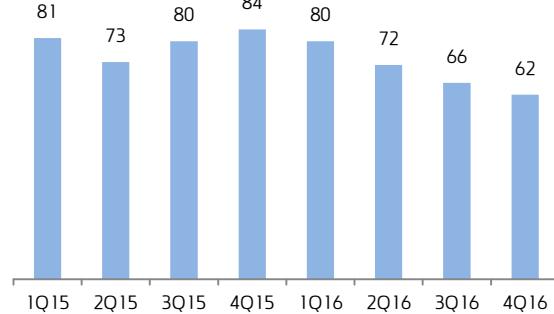
더블유게임즈에 대한 투자의견 BUY는 유지, 목표주가를 83,000원으로 상향한다. 목표주가는 인수와 관련된 이슈를 반영하기 위해 2017년 예상순이익과 DDI의 2016년 순이익(지분율 54%)을 합산하여 추산하였다. 다만 Target PER은 최근 DDI의 매출이 감소추세에 있기 때문에 불안정성을 감안하여 기준 15배에서 10% 할인한 13.5배를 적용하였다. 실제 연결재무제표에 반영되는 시점인 하반기부터는 추정치를 감안하여 Target PER이 변동될 수 있다.

잠정인수구조



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

DDI의 분기별 매출액 추이(단위: 백만달러)



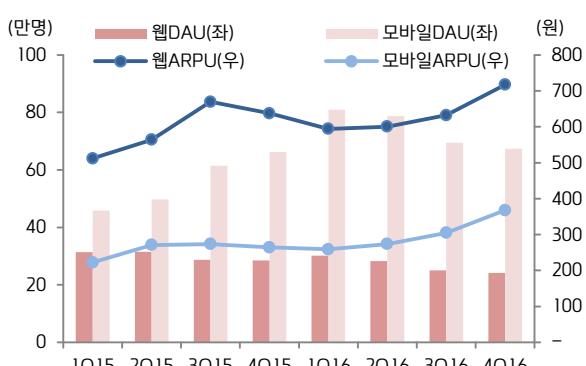
자료: IGT, 키움증권 리서치센터

더블유카지노+더블다운= M/S: 10.8%



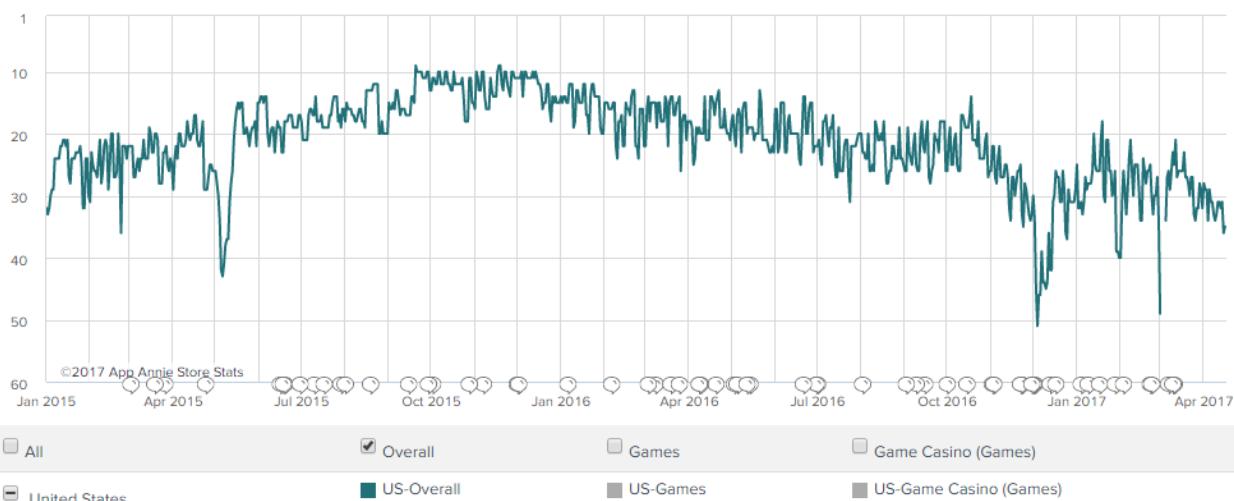
자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블유카지노의 분기별 ARPU 및 DAU 추이



자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

더블다운의 매출순위 추이(기준: Google Play, 2015년~현재)



자료: App Annie, 키움증권 리서치센터

시너지효과

	더블다운	더블유카지노
강점	오프라인 카지노업체인 IGT 의 IP 활용 160 만 DAU	운영능력(최근 Paying User Ratio 개선) 최근 신규라인업 추가 등으로 마케팅효율성 확대(이익개선효과)
약점	과도한 마케팅비용 및 운영실패에 따른 수익 감소추세 다양한 게임라인업 부재	IP 부재에 따른 Hit Slot의 상대적 빈곤 100 만 DAU에서의 성장둔화(마케팅효율화 여파)
시너지효과	Paying User Ratio 개선 가능성 마케팅 효율성 개선 가능성 북미를 제외하고 강세지역이 겹치지 않기 때문에 신규 Slot의 해외진출 용이(IP 활용도 확대)	DAU 확대에 따른 마케팅효율성 증대 향후 동사의 Hit Slot의 오프라인 카지노 진출 가능

자료: 키움증권 리서치센터

Valuation(단위: 억원, %)

구분	적용값	비고
① 더블유게임즈 순이익 (억원)	635	2017년 예상
② DDI 순이익 (억원)	434	2016년(지분율 54%)
③ Target PER (배)	13.5	기존 15배에서 10% 할인
적정시가총액 (억원)	14,426	(①+②)×③
주식수 (천주)	17,384	
적정주가 (원)	82,986	
목표주가 (원)	83,000	백원 단위 절상
현재주가 (원)	52,800	
상승여력 (%)	57.2%	

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

주: DDI지분율은 CB/BW행사를 가정

더블다운인터렉티브 요약 재무사항(단위: 억원)

	자산총계	부채총계	자본총계	자본금	매출액	당기순이익
2016	355	191	165	-	3,138	803
2015	406	317	89	-	3,600	1,047
2014	393	204	188	-	3,360	910

자료: 공시자료, 키움증권 리서치센터

더블유게임즈 실적 Table (별도기준, 단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q16E	2015	2016	2017E
매출액	376	381	374	421	372	392	419	476	1,224	1,552	1,659
더블유카지노	350	347	333	379	326	333	353	388	1,163	1,408	1,400
웹	161	153	142	156	138	140	148	157	641	613	583
모바일	189	194	190	223	188	193	205	231	523	795	817
더블유빙고	19	19	19	16	15	15	18	18	59	73	67
기타	7	14	23	26	31	43	48	69	2	70	192
영업비용	316	254	280	250	238	234	257	264	905	1,100	993
지급수수료	113	114	112	126	112	117	126	143	367	465	498
광고선전비	105	64	58	38	53	56	58	61	254	265	227
주식보상비용	28	22	27	26	5	4	4	1	113	103	14
인건비 및 기타	70	54	83	60	69	58	69	59	171	267	255
영업이익	60	126	94	171	134	157	162	212	319	451	666
영업이익률	16%	33%	25%	41%	36%	40%	39%	45%	26%	29%	40%
QoQ											
매출액	10%	1%	-1.7%	12.4%	-12%	5%	7%	14%	-	27%	7%
영업비용	18%	-20%	10.3%	-11.0%	-4%	-2%	10%	3%	-	22%	-10%
영업이익	-18%	112%	-25.7%	82.4%	-22%	18%	3%	31%	-	41%	48%

자료: 더블유게임즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,224	1,552	1,659	1,965	2,004
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,224	1,552	1,659	1,965	2,004
판매비및일반관리비	905	1,099	993	1,094	1,128
영업이익(보고)	319	452	666	872	1,002
영업이익(핵심)	319	452	666	872	876
영업외손익	46	83	46	49	63
이자수익	16	52	52	53	54
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	50	48	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
외환손실	9	13	0	0	0
관계기업지분법손익	-7	-4	-6	-4	9
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	-2	0	0	0
기타	-5	2	0	0	0
법인세차감전이익	365	535	712	921	939
법인세비용	23	47	77	100	102
유효법인세율 (%)	6.3%	8.7%	10.8%	10.8%	10.8%
당기순이익	342	488	635	821	837
지배주주지분이익(억원)	342	488	635	821	837
EBITDA	320	456	668	875	879
현금순이익(Cash Earnings)	343	492	637	825	841
수정당기순이익	342	490	635	821	837
증감율(% YoY)					
매출액	71.8	26.7	6.9	18.5	2.0
영업이익(보고)	8.8	41.8	47.2	30.9	14.9
영업이익(핵심)	8.8	41.8	47.2	30.9	0.5
EBITDA	9.1	42.2	46.7	30.9	0.5
지배주주지분 당기순이익	22.4	43.0	30.0	29.4	2.0
EPS	15.3	12.7	28.3	29.3	2.0
수정순이익	22.4	43.4	29.5	29.4	2.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	388	543	631	795	824
당기순이익	342	488	635	821	837
감가상각비	1	3	2	2	3
무형자산상각비	0	1	0	1	1
외환손익	-26	-32	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	7	4	6	4	-9
영업활동자산부채 증감	-47	-45	-14	-34	-8
기타	111	124	1	0	0
	-2,677	-683	-49	-148	20
투자활동현금흐름	-2,641	-676	-32	-129	29
	0	0	0	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-10	-4	-4	-4	-4
무형자산의 처분	-7	0	-8	-9	0
기타	-19	-3	-5	-6	-5
재무활동현금흐름	2,789	-498	-103	-104	-104
	0	0	0	0	0
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	2,789	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-103	-104	-104
기타	0	-498	0	0	0
	512	-638	479	543	740
현금및현금성자산의순증가	216	728	90	569	1,112
기초현금및현금성자산	728	90	569	1,112	1,852
Gross Cash Flow	435	588	644	829	832
Op Free Cash Flow	236	367	459	588	656

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	3,729	3,158	3,670	4,392	5,097
현금및현금성자산	728	90	569	1,112	1,852
유동금융자산	2,832	2,883	2,903	3,046	3,006
매출채권및유동채권	170	185	197	234	238
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	96	769	792	794	820
장기매출채권및기타비유동채권	22	25	27	32	32
투자자산	6	671	677	659	679
유형자산	10	11	13	15	16
무형자산	2	2	10	18	17
기타비유동자산	55	60	65	71	76
자산총계	3,825	3,927	4,461	5,186	5,917
유동부채	126	137	137	145	142
매입채무및기타유동채무	101	97	98	103	100
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	24	40	40	41	42
비유동부채	17	9	9	9	9
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	17	9	9	9	9
부채총계	143	145	146	154	151
자본금	85	86	87	87	87
주식발행초과금	2,718	2,733	2,733	2,733	2,733
이익잉여금	741	1,230	1,762	2,479	3,213
기타자본	137	-267	-267	-267	-267
자본총계	3,682	3,782	4,315	5,032	5,766
지분법적용자본총계	3,682	3,782	4,315	5,032	5,766
3,682	3,782	4,315	5,032	5,766	
순차입금	-3,560	-2,973	-3,472	-4,158	-4,858
총차입금	0	0	0	0	0

투자지표

(단위: 원, 배, %)

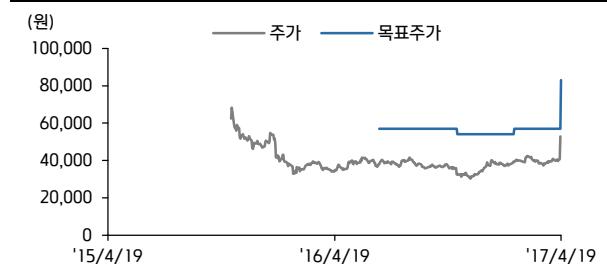
12월 결산, IFRS 별도	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,527	2,847	3,653	4,725	4,817
BPS	21,546	22,007	24,822	28,949	33,168
주당EBITDA	2,371	2,655	3,845	5,032	5,059
CFPS	2,538	2,865	3,667	4,744	4,837
DPS	0	650	650	650	650
주가배수(배)					
PER	20.1	14.0	14.5	11.2	11.0
PBR	2.4	1.8	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	15.9	8.5	8.5	5.7	4.9
PCFR	20.0	13.9	14.4	11.1	10.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	26.1	29.2	40.1	44.4	50.0
영업이익률(핵심)	26.1	29.2	40.1	44.4	43.7
EBITDA margin	26.2	29.4	40.3	44.5	43.9
순이익률	27.9	31.5	38.3	41.8	41.8
자기자본이익률(ROE)	16.7	13.1	15.7	17.6	15.5
투하자본이익률(ROIC)	675.4	502.6	494.8	481.8	422.4
안정성(%)					
부채비율	3.9	3.8	3.4	3.1	2.6
순차입금비율	-96.7	-78.6	-80.5	-82.6	-84.3
이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	9.5	8.8	8.7	9.1	8.5
재고자산회전율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매입채무회전율	15.8	15.7	17.1	19.6	19.7

- 당사는 4월 18일 현재 '더블유게임즈 (192080)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 더블유게임즈는 2015년 11월 4일 당사가 주관회사로 코스닥에 상장시킨 법인입니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
더블유 게임즈 (192080)	2016/06/30	BUY(Initiate)	57,000원
	2016/08/05	BUY(Maintain)	57,000원
	2016/11/02	BUY(Maintain)	57,000원
	2016/11/04	BUY(Maintain)	54,000원
	2017/02/03	BUY(Maintain)	57,000원
	2017/04/19	BUY(Maintain)	83,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2016/04/01~2017/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	183	96.32%
중립	7	3.68%
매도	0	0.00%